

三重压力下 中国宏观杠杆率走势分析

张晓晶 刘 磊

内 容 提 要 2021 年的宏观杠杆率从 2020 年末的 270.1% 降至 263.8%，全年下降 6.3 个百分点，实现较大幅度去杠杆。考虑到 2020 年杠杆率大幅攀升 23.6 个百分点，2021 年相比 2019 年实际上升 17.3 个百分点，想恢复到新冠肺炎疫情前水平尚需假以时日。相较于主要发达经济体的“大水漫灌”，我国宏观经济政策相对克制，突出了跨周期调节与稳增长和防风险的动态平衡，并为未来的政策扩张留出了空间。2022 年在需求收缩、供给冲击与预期转弱“三重压力”影响下，预计宏观杠杆率将由当前的 263.8% 上升至 269% 左右，全年上升 5 个百分点。在“十四五”期间甚至更长一段时期，增速换挡仍将持续，聚焦稳增长将带来债务攀升压力，我国宏观杠杆率将步入上行周期。

关 键 词 宏观杠杆率；稳增长；防风险

JEL 分类号 E4, E5

作 者 简 介 张晓晶：中国社会科学院金融研究所 / 国家金融与发展实验室 北京市东城区王府井大街 27 号 100710 电子邮箱：zhang_xj@cass.org.cn；刘磊（通讯作者）：中国社会科学院经济研究所 / 国家金融与发展实验室 北京西城区月坛北小街 2 号 100037 电子邮箱：nankaistar@hotmail.com。

2008 年金融危机以来，全球范围内的债务高企引起各方关注，与之相关的研究也越来越多。尽管债务过高会带来风险，但关于合意债务水平却存在争议。在一个健康的经济主体中，债务规模需要保持在适度范围内，与其资产规模或经济规模保持合意的比例。对于微观主体，一般用资产负债率（负债 / 资产）来表示债务的相对规模，也可称作“微观杠杆率”；对于宏观主体，一般用债务 / GDP 来表示债务的相对规模，也称作“宏观杠杆率”。当债务增速高于名义 GDP 增速时，宏观杠杆率就会上升；反之则下降。然而，对于不同经济体，因金融环境、金融普惠度等不同，宏观杠杆率并没有绝对标准。对于有些国家，即便宏观杠杆率水平较低，但若居民贫富分化严重，低收入者借入更多债务，同样可能引发债务危机。

为了应对新冠肺炎疫情冲击，近两年来多数国家采取政府部门加杠杆的强刺激政策，政府杠杆率大幅提升。根据国际金融协会（IIF）统计，截至 2021 年三季度末，发达国家政府部门杠杆率相比 2019 年末平均上升 18.9 个百分点。我国并没有出现西方国家“大水漫灌”的局面，货币政策和财政政策都相对克制，杠杆率上升幅度有限。

一、中国宏观杠杆率估算框架

（一）不同宏观杠杆率估算方法的比较

目前，国际金融协会（IIF）、国际清算银行（BIS）和国际货币基金组织（IMF）会定期公布各国宏观杠杆率数据。其中，IIF 公布的数据为季度数据且滞后期一般不超过 3 个月，但数据的准确度较低，需经常根据 BIS 公布的数据进行调整；BIS 公布的数据也是季度数据，但数据公布相对 IIF 滞后；IMF 公布的数据为年度数据，其数据范围、涵盖国家更广，跨国分析中使用也更为广泛。国内宏观杠杆率主要由中国人民银行调统司及中国社会科学院国家金融与发展实验室国家资产负债表研究中心（CNBS）进行估算并发布。CNBS 自 2017 年 1 季度开始公布中国季度宏观杠杆率，数据更新速度快于 BIS，同时 CNBS 还对数据质量进行了修正，使其更接近中国真实的宏观杠杆环境。中国人民银行自 2019 年开始估算年度和季度宏观杠杆率数据，但并未正式对外发

布，一般多在央行新闻发布会答记者问时对外宣布。

比较来看，几个主要机构所估算的中国宏观杠杆率整体上相差不大。数据时序较长、频率较高，且公布时滞较短的应为 BIS 和 CNBS。CNBS 的宏观杠杆率时间序列从 1993 年开始，BIS 的中国完整数据自 2006 年开始。BIS 按季度公布 30 个国家的分部门宏观杠杆率，这对于宏观经济分析中及时掌握各国宏观金融风险以及相关的学术研究具有重要意义。相比 BIS 滞后半年公布数据，CNBS 数据公布滞后时间一般不超过 2 个月，这对于及时掌握最新形势变化，尽早识别和研判宏观金融风险有着重要的意义。此外，在数据质量上，CNBS 也在 BIS 的基础上有所改进，更能精确判断我国真实的宏观杠杆率水平。

第一，CNBS 在实体经济总杠杆率中剔除了重复计算的部分。BIS 的数据中不同部门之间存在重复计算问题，尤其是在政府部门和非金融企业之间。BIS 所公布的广义政府杠杆率数据来自于 IMF 的估算，而 IMF 对中国政府杠杆率的估算共有三个口径：显性政府杠杆率、广义政府杠杆率和增扩（Augmented）政府杠杆率。显性政府杠杆率口径最窄，其债务即指政府显性债务，也就是根据相关法律制度规定政府所承担责任的全部债务。广义政府杠杆率测算的债务不仅包括显性债务，还包括政府的一些隐性担保，在债务主体缺乏偿还能力时还需政府救助的债务（主要是地方政府融资平台债务），还有一些在某些特殊情况发生时政府可能需要承担责任的债务（或有债务）。国家审计署将这两种债务分别称作担保债务和救助债务。根据审计结果，2007—2013 年，各年度需偿还的担保债务和救助债务本金中，最后由财政资金实际偿还的最高比例分别为 19.13% 和 14.64%。IMF 采用了这一比例，即在全部显性债务的基础上加入相应比例的担保债务和救助债务，形成广义政府杠杆率。增扩政府杠杆率是将全部担保债务和救助债务纳入其中，并加入政府引导基金、专项建设基金中的债务。当前，中国增扩政府杠杆率已经超过 60%，但显性政府杠杆率仅有 35%。BIS 采用了 IMF 公布的广义政府杠杆率数据，其中包含了部分地方政府融资平台债务。地方政府融资平台虽然从本质上看是地方财政的延伸，具有政府的相应职能，但其仍是法律意义上的公司实体，它的债

务也同时被统计进入非金融企业债务中，再将二者相加势必会扩大总杠杆率水平。CNBS 剔除掉了这部分重复计算，因此估算出的实体经济杠杆率略低于 BIS 公布的数据。例如 2021 年三季度末，BIS 公布的中国实体经济杠杆率为 284.7%，而 CNBS 所估算的杠杆率为 264.8%，二者相差 19.9 个百分点。

第二，在非金融企业杠杆率的估算中，BIS 高估了部分通过影子银行所形成的债务。2009 年以来，随着金融创新和监管套利的发展，影子银行占比快速上升，形成非金融企业部门债务的重要来源。影子银行对实体经济的资金支持既包括信托贷款、委托贷款、未贴现汇票等债务关系较为清晰的融资，也包括资产管理计划受益权、信托受益权等非标融资，以及一些明股实债类的融资。大量影子银行所形成的债务融资形式多样，但标准并不统一，很难形成一致的估算方法，且不同估算方法对影子银行所形成债务规模的估算结果也并不一致。CNBS 在估算中对影子银行形成的债务有较为明确的界定，未纳入明股实债类中口径和规模都难以确定的部分，而 BIS 的统计范围相对较大。对比来看，在 2016 年之前，BIS 对非金融企业杠杆率的估算要高于 CNBS 约 8~10 个百分点。2017 年之后，随着金融去杠杆的推进，以及对影子银行融资行为的约束，两者差距逐渐缩小。

（二）CNBS 宏观杠杆率关键指标的界定

CNBS 所估算的宏观杠杆率包括四个部门：居民部门、非金融企业部门、政府部门和金融部门，其中前三个部门为非金融部门，其杠杆率加总为实体经济的宏观杠杆率。对于居民部门，债务主要为居民贷款，包括消费贷款和经营性贷款。在一些其他机构的估算中，会将住房公积金贷款、居民部门所借入的小额贷款，以及一些民间 P2P 贷款等计入居民部门的债务，因而估算出的居民杠杆率略高于本文。按照国际标准，居民债务一般是指居民从正规金融机构所获得的资金，是居民对金融机构的负债，而住房公积金贷款、小额贷款、P2P 更为类似于居民部门内部的互助合作贷款，因此，本文未将这部分债务统计在内。非金融企业贷款包括企业贷款、企业债券、信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票和非金融企业境外债务。如前文所述，本文将部分地方政府

的隐性债务纳入了非金融企业部门。中央政府债务基本都是国债，地方政府债务主要包括地方债和极少一部分以非债券形式存在的债务。2018 年之前，地方政府隐性债务置换尚未完成，我们将部分融资平台债务纳入了地方政府债务中，并将其从非金融企业部门债务中剔除。

对于金融部门而言，金融部门的资产一般对应实体经济的债务，金融部门的债务则对应实体经济的资产。因此，笼统地核算金融部门的总债务（一般以 M2 为主体）并无太大意义，且其变动趋势与实体经济债务的变动趋势非常相近。一般来说，M2、社会融资规模存量和实体经济债务三者的同比增速仅存在细微差异。因此，国际上一般也不采用金融部门的总债务来计算金融部门杠杆率，而是重点反映金融机构间的债务关系和金融机构自身的债务风险。金融部门最主要的债务是实体经济在银行的各类存款和通货，这类债务的风险很小，并不构成金融部门的主要风险。麦肯锡提出的解决方案是加总银行同业资产和对非银金融机构债权，用其与 GDP 的比例来表示金融杠杆率。CNBS 对金融部门从资产方统计口径测算的杠杆率采用了这一方法。而从负债方统计口径测算的杠杆率则是将债务定义为银行同业负债与银行发行的金融债券的加总。大部分情况下，两种口径测算的杠杆率水平和变动趋势基本一致，但在某些特殊时期，如 2018 年后，受国家对影子银行规模的严监管，资产口径测算的金融杠杆率回落幅度要大于负债口径测算的结果。

二、中国宏观杠杆率估算结果

（一）实体经济宏观杠杆率较 2020 年略有下降

2021 年，我国宏观杠杆率从 2020 年末的 270.1% 降至 263.8%，下降 6.3 个百分点，四个季度的降幅分别为 2.1 个、2.6 个、0.6 个和 1.0 个百分点。其中，居民部门杠杆率与 2020 年末持平，维持在 62.2%，四个季度的增幅分别为 -0.1 个、-0.1 个、0.1 个和 0.1 个百分点；非金融企业部门杠杆率从 2020 年末的 162.3% 下降至 154.8%，下降 7.5 个百分点，四个季度降幅分别为 0.9 个、2.6 个、1.5 个和 2.4 个百分点；政府部门杠杆率从 2020 年末的 45.6% 增长至 46.8%，上升 1.2 个百分点，四个季度的增幅分别为 -1.1 个、0.1 个、

0.9 个和 1.3 个百分点（见图 1）。与此同时，M2/GDP 下降 7.4 个百分点，从 2020 年末的 215.8% 降至 208.4%；社融存量 /GDP 下降 6.3 个百分点，从 2020 年末的 281.0% 降至 274.7%。

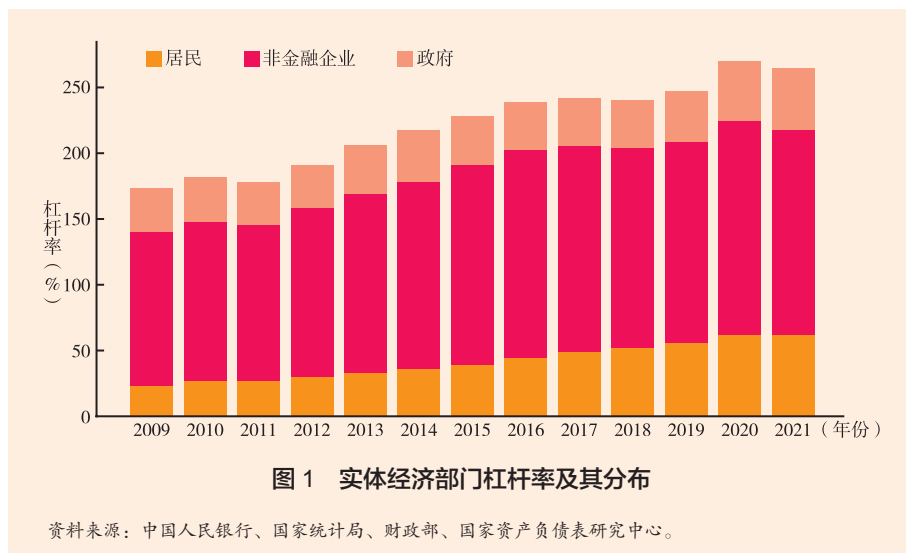
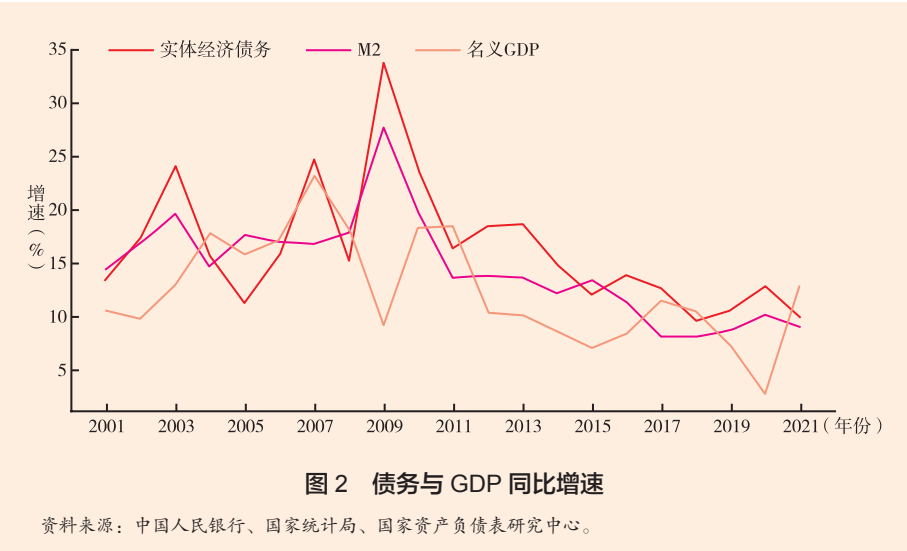


图 1 实体经济部门杠杆率及其分布

2021 年宏观杠杆率出现较大幅度下降的主要原因在于名义经济增速较大而债务增速触底。名义季度 GDP 增速分别达到 20.8%、13.4%、9.7% 和 9.7%，全年名义 GDP 增长 12.8%，超出预期。导致名义 GDP 出现过快速增长的一个重要原因在于物价，2021 年 GDP 缩减指数达到 4.7% 的高位，为 2012 年以来最高水平。而驱动物价上涨的主要因素是生产者价格指数（PPI），消费者价格指数（CPI）全年保持稳定，PPI 与 CPI 差距拉大严重挤压下游中小企业利润空间，不利于经济复苏和就业稳定。在债务增速方面，2021 年我国货币信贷环境中性偏紧，广义货币和社融存量分别上升了 9.5% 和 11.8%，三个部门总债务率上升 10.0%，接近 1991 以来的最低债务增速（2018 年最低，为 9.6%，见图 2）。

从杠杆率结构来看，2021 年非金融企业部门在去杠杆过程中的贡献最大，全年共下降 7.5 个百分点。2020 年、2021 年两年仅上升 2.9 个百分点，明显低于居民和政府部门。企业杠杆率从 2020 年三季度开始下降，连续六

个季度呈现去杠杆的态势。居民部门杠杆率在 2021 年保持稳定，维持在 62.2%，但较 2019 年上升 6.1 个百分点，仍是增长较快的部门。政府部门杠杆率上涨幅度基本符合预期，2021 年上涨 1.2 个百分点，过去两年共上涨 8.3 个百分点。从两年的跨度看，宏观杠杆率上升的 17.3 个百分点中，政府部门贡献了五成，居民部门贡献了三成半，剩余一成半由非金融企业部门贡献。



（二）居民杠杆率保持稳定，风险主要集中在房地产领域

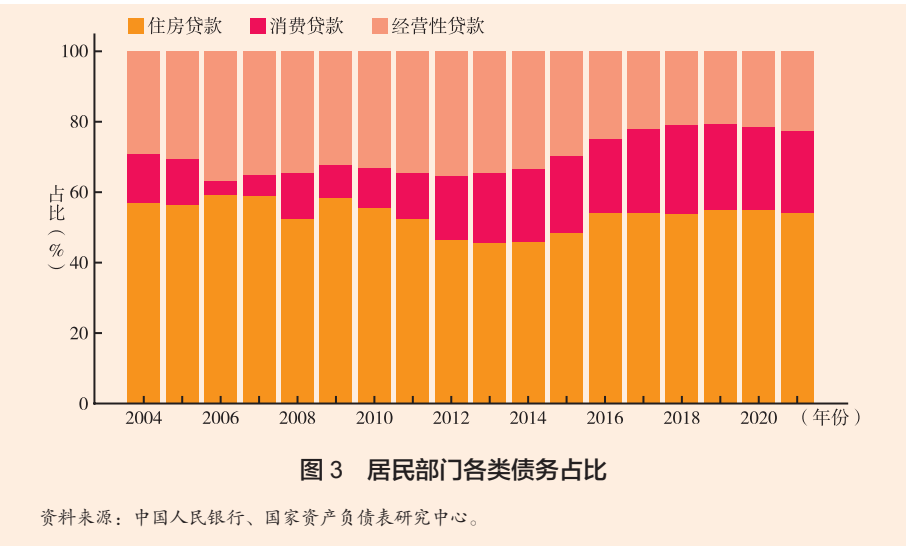
2020 年居民部门杠杆率大幅上升，全年增长 6.1 个百分点。2021 年居民部门杠杆率整体表现平稳，维持在 62.2% 的水平上，四个季度的增幅分别为 -0.1 个、-0.1 个、0.1 个和 0.1 个百分点。两年平均增长 3%，与受到疫情冲击前（2020 年之前）的大部分年份较为接近。但在所有部门中，近年来居民部门杠杆率攀升速度最快，从 2000 年不到 5% 提高至当前的 62.2%，超过德国，接近日本水平。居民杠杆率的快速攀升影响金融体系的稳定。Jordà 等（2016）认为居民部门的高额债务可以起到预示金融危机的作用，同时债务规模对于危机之后的衰退程度也起到了决定性作用。Drehmann 和 Juselius（2014）发现居民部门的偿债负担对于发生银行体系衰退国家的金融稳定性来说最为重

要。2008 年国际金融危机的一个重要导火索即是居民债务水平过高。我国居民债务风险与房地产走势、收入增长以及分配不均等问题高度相关。

1. 房地产是居民部门杠杆率风险的关键所在

长期以来，房地产是拉动我国经济增长的主要动力之一。根据国家统计局和中国人民银行公布的数据，房地产投资在全部固定资产投资中占比约 1/4，房地产资产在居民总资产（非金融资产与金融资产之和）中占比约 1/3，住房贷款与房地产开发贷款之和占到银行全部贷款余额的 1/4 以上。此外，还有大量经营性贷款也以房地产为主要抵押品，稳定房地产是稳定居民部门债务风险的关键所在。Adelino 等（2012）通过对美国次贷危机前房地产市场的研究，认为正是因为美国家庭有机会更便利地获得住房按揭贷款才造成次贷泡沫，按揭贷款几乎是房地产价格上升的全部原因。Igan 和 Loungani（2012）认为房地产是最重要的抵押品，抵押品价值上升会促使借款者主动放出更多贷款。这种观点符合“金融加速器”理论的前提假设。Mian 和 Sufi（2011）认为房价上涨是居民债务扩张的放大器，由于拥有更高的房地产价值，居民可以借入更高的债务从而提高杠杆率水平。

房地产贷款增速较快是过去几年居民部门最大的债务风险隐患，造成房地产金融失衡，房地产相关的债务在总债务中占比较高（见图 3）。2020 年中



央出台了对房地产企业债务进行约束的“三道红线”制度、对银行房贷集中度管理的制度以及防范经营贷违规流入房市的各类措施。虽然住房贷款仍有上涨，但趋势渐缓。在监管压力下，住房交易市场活跃度明显降低。2021 年三季度开始，商品房交易量大幅下降，住房价格趋于平稳，部分地区甚至有所下降，但房地产信贷供需两端收紧也在一定程度上引发市场震荡。未来看，仍需稳字当头。

2. 居民部门整体债务风险较低，但结构分化问题严重

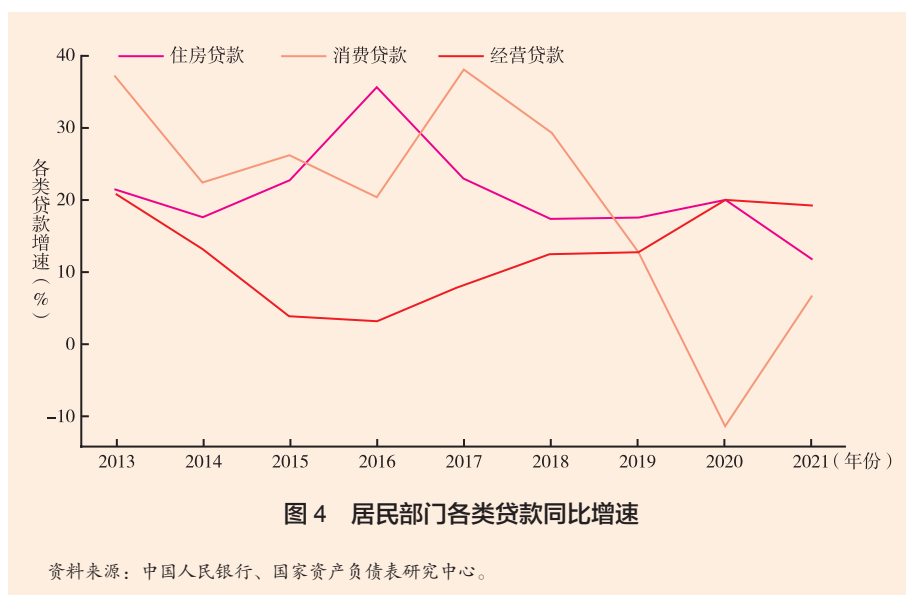
根据 IIF 的数据，当前美国和英国的居民杠杆率分别为 78% 和 86%，发达国家居民杠杆率的均值为 76%，都远高于中国的居民杠杆率水平。从居民净资产角度看，只要收入增长快于消费增长，居民净资产就会增加。过去十年我国居民可支配收入的增速略高于消费增速，居民净资产持续增加。理想状态下，只要居民债务增速不快于居民收入增速，居民杠杆率就将达到稳定状态。

尽管总体上居民部门债务风险可控，但考虑到居民部门内部结构性分化严重，相应的风险仍需警惕。根据《中国家庭金融调查报告》的数据，30~40 周岁群体的家庭中住房贷款总额是家庭年收入的 11 倍，但收入最低的 1/4 家庭中贷款总额是年收入的 32 倍。按照当前住房贷款的平均年利率 5.6% 来计算，这部分家庭每年仅住房贷款的利息支出就将近家庭年收入的两倍。对这部分家庭来说，根本无法通过收入来覆盖每年的还本付息支出，一旦房价下跌，就会有断供风险。近两年银行起诉房贷违约断供的案件大幅增加，法拍房数量暴涨，从 2019 年的 50 万套增加至 2021 年的超过 160 万套。美国次贷危机的一个重要原因就是居民部门负债过高，低收入家庭的杠杆率远远大于高收入家庭。

根据国家统计局公布的数据，2020 年我国收入分配的基尼系数为 0.468，高于 0.4 的国际警戒线。疫情冲击导致居民收入差距进一步拉大，结构分化更为严重。高收入者受到的冲击较小，甚至一些与平台经济、金融科技相关的领域还获得了更好的发展机会；但较为低端的服务业、个体工商户、农民工等受疫情的冲击较大。这部分低收入群体的收入波动对整体居民债务风险在边际上具有更为重要的影响。

3. 发展普惠型经营贷款有利于缓解居民债务风险

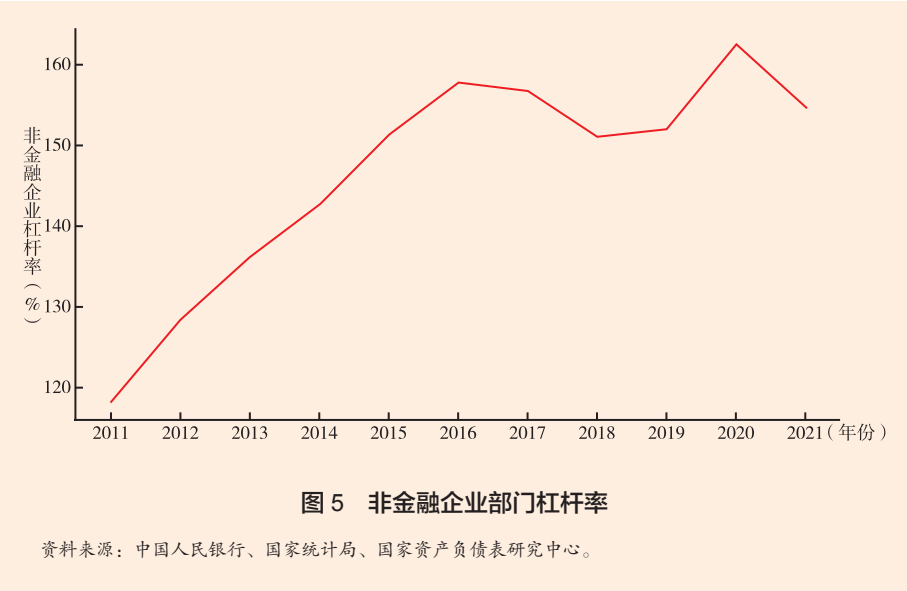
近两年来居民贷款结构最显著的变化是经营性贷款增速超过住房贷款和消费贷款增速（见图4）。居民杠杆率保持稳定主要在于居民经营性贷款的正向贡献。2020年政府工作报告明确提出大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于40%，2021年仍要求这一增速保持在30%以上。截至2021年末，银行业的普惠小微贷款余额达到19.1万亿元，同比增速接近35%。个人经营性贷款是普惠型小微贷款的重要组成部分。近两年居民经营性贷款之所以能保持近20%的增速，部分原因就在于普惠型经营贷款利率较低，但这也导致部分资金流入房地产市场，尽管2021年金融监管部门对这种行为加强监管，但经营贷增速依然维持在高位。居民经营性贷款占比上升在一定程度上体现出金融服务实体经济的成效，有利于缓解居民债务风险。



（三）非金融企业杠杆率大幅下降，信心有待恢复

2020年受疫情冲击，我国非金融企业杠杆率上升10.4个百分点。2021年，非金融企业部门杠杆率从2020年末的162.3%下降至154.8%，下降7.5个百分点。

点，仅比 2019 年提高 2.9 个百分点。四季度降幅分别为 0.9%、2.6%、1.6% 和 2.4%。企业去杠杆的态势显著（见图 5）。



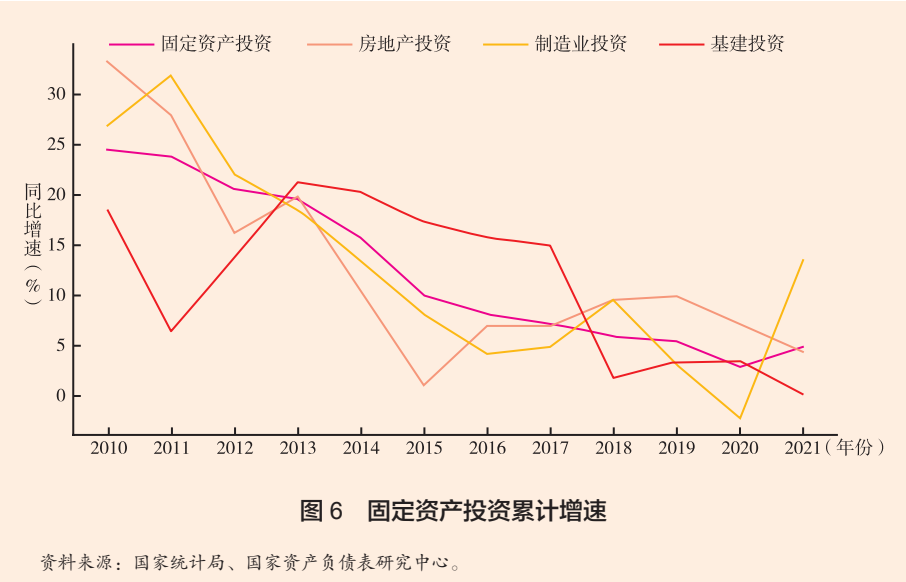
2021 年非金融企业杠杆率缩减的主要原因有三点：一是企业投资意愿不强，二是企业利润增长较快，三是银行信贷供给收紧。随着政府加大支持市场主体政策的力度以及预期趋稳，企业投资增速有望提升，企业部门杠杆率或将在 2022 年稳中有升。

1. 企业投资意愿不强

自 2010 年以来，我国固定资产投资增速呈现快速下跌趋势，2015 年跌破 10%，2020 年跌破 5%，2021 年略有回升，增速达到 4.9%，2020 年、2021 年两年平均增速为 3.9%，投资疲弱成为影响经济增长的一个重要因素（见图 6）。

需要注意的是，在整体投资疲弱的背景下，2021 年制造业投资却出现 13.5% 的增长，两年平均增长 5.7%。持续两年的全球疫情大流行导致全球产业链供应链受阻，作为最早复工复产的国家，中国出口需求大幅增长，由此带动制造业投资需求。房地产投资增速自 2019 年以来持续下降，部分房企出现违约现象。基建投资方面，虽然我国提出新基建，但基建投资增速持续低迷。企

业投资意愿不强，对依靠贷款来扩张生产经营规模的需求不足，这是企业部门杠杆率下降的主要原因。

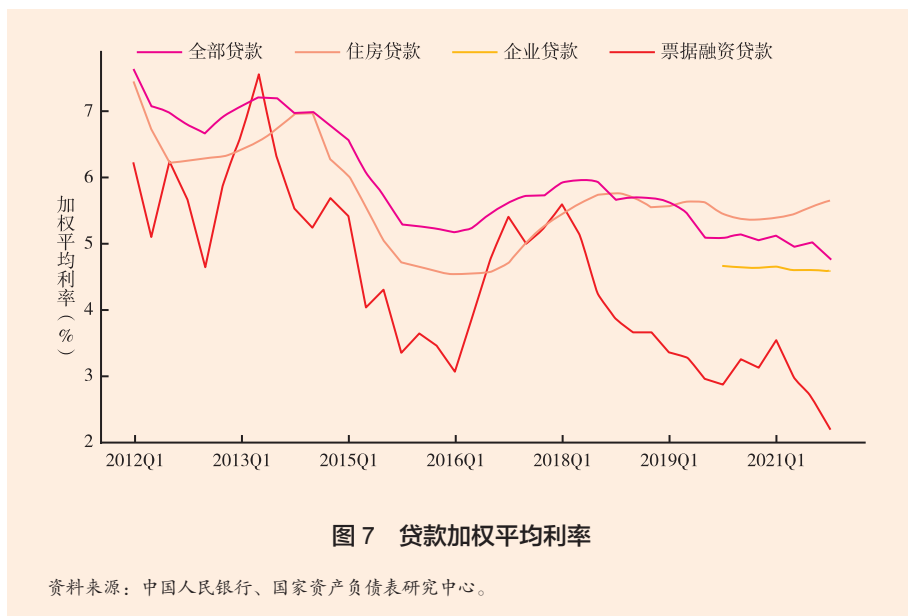


2. 企业收入和利润表现亮眼

企业投资除了受当前收入和利润影响外，预期是否乐观也有重要的影响。2021 年我国工业企业营业收入和利润总额分别上涨 19.4% 和 34.3%，过去两年平均增速超过 10%。从这个角度来看，疫情对于我国第二产业的冲击有限。但企业获得经营收入和利润后并不急于追加投资，而是优先偿还债务，降低借新债的规模，呈现出“资产负债表式衰退”的迹象。2017 年进入去杠杆周期以来，企业部门的资产和负债增速低位运行，并呈现缓慢下行趋势。企业部门账面积累大量资产，短期内并没有紧迫的融资需求。2021 年企业资产和负债增速虽有所回升，但仍低于 2014 年之前的水平。企业大部分利润形成留存收入，使得资产增长较快。2021 年，国有企业资产负债率为 63.7%，较 2020 年下降 0.3 个百分点；工业企业资产负债率基本稳定。受总资产扩展速度快于负债扩张速度影响，国有企业杠杆率自 2015 年开始显著下降，但绝对水平仍远高于民营企业。

3. 流动性收紧进一步降低银行对企业的贷款意愿

2021 年我国货币政策整体偏紧。一季度企业贷款利率和票均融资利率都有所上升，上半年信贷增长基本回归常态，下半年随着经济下行压力不断加大，央行货币政策有所放松。7 月和 12 月央行先后两次降准，银行等金融机构超额准备金率也降至历史较低水平，年末金融机构超额准备金率降至 2.00%，商业银行超额备付金率降至 2.05%。受银行流动性波动影响，企业贷款利率全年呈现先上升后下降的趋势，全年企业贷款平均利率为 4.61%。票据融资利率下降幅度相对较大，从 2020 年四季度的 3.1% 降至 2021 年四季度的 2.18%（见图 7）。此外，2021 年 12 月，1 年期的贷款市场报价利率（LPR）在时隔 1 年半后首次下行，从 3.85% 降至 3.8%，2022 年 1 月 20 日进一步降至 3.7%。整体来看，2021 年货币政策前紧后松，金融机构对实体经济发放贷款与 2020 年基本持平。预计 2022 年央行会加大货币政策总量宽松力度，进一步加强对非金融企业的支持。



4. 债务违约风险突出

2021 年全年共有 148 只债券发生违约事件，涉及金额达 1600 亿元，其中国企债券数量高达 66 只。国企违约，甚至央企违约，已经呈现常态化趋势。

这有利于打破所谓的“国企信仰”，促进风险的市场化定价，推动信用债市场的健康发展。但同时也要尽量避免由债券违约所引发的金融风险，保护投资人的合法权益。

目前债券违约最大的风险点在房地产领域。2021 年房地产政策大幅度收紧，房地产企业的资金压力持续上升。全年房地产开发资金来源中的贷款资金同比下降 12.7%（见图 8）。三季度多家房地产开发商出现违约，包括华夏幸福、四川蓝光、恒大集团、泛海控股、建业地产等，相关债券违约规模也将近 600 亿元，创历史新高。四季度房地产违约有所缓解。但受房地产监管政策趋紧以及个人住房贷款约束的影响，大量房地产企业流动性状况仍然困难。

房地产相关债务在我国金融体系中占很大比重。2021 年末个人住房贷款余额 38.3 万亿元，占到全部居民贷款的一半以上；房地产开发贷款 12.0 万亿元，占全部非金融企业贷款的 10%；全部房地产相关贷款占到了银行贷款余额的 30%。除此之外，当前绝大部分比例的个人经营性贷款也是以住房为抵押的，房地产市场稳定是防范商业银行贷款违约风险的主要前提。同时，房地产行业也牵涉到其他许多方面。有了恒大、华夏幸福等高负债、高杠杆、高周转经营模式相继爆雷的前车之鉴，众多房地产企业更加趋于保守。企业的拿地积

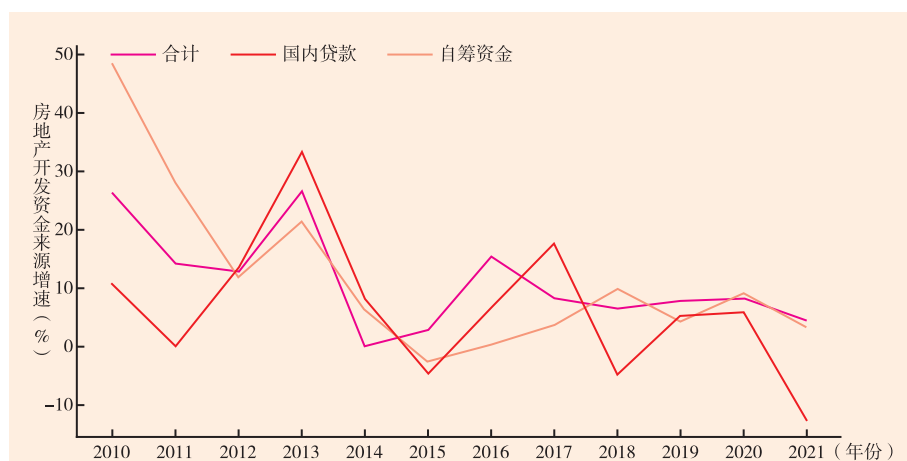


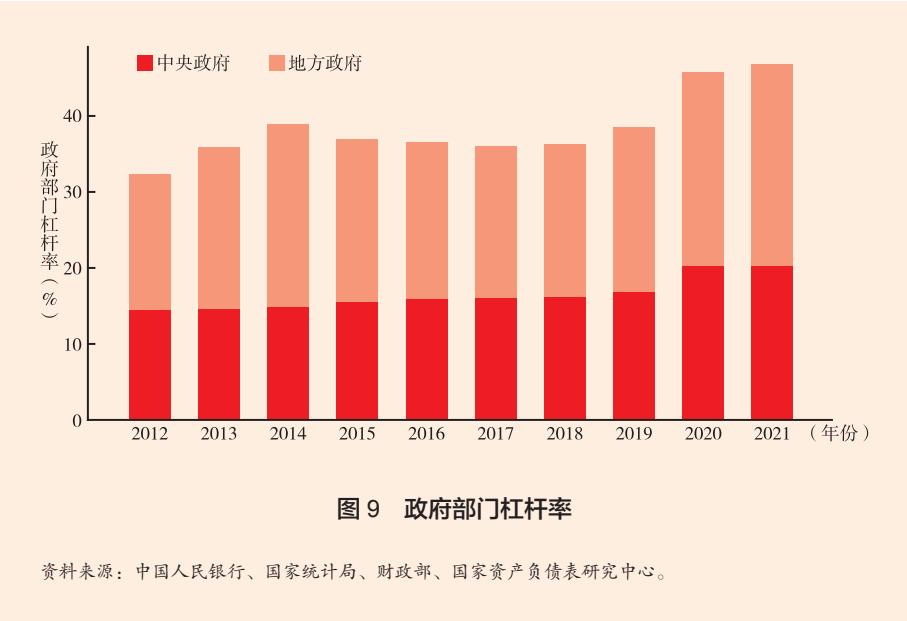
图 8 房地产开发资金来源累计同比

资料来源：国家统计局、国家资产负债表研究中心。

极性和开工意愿都在下降，土地流拍率跳涨，成交土地溢价率大幅下降。这对于“土地财政”依赖度较高的地方政府会形成一定冲击，加重地方政府的债务风险。

（四）政府杠杆率继续上升，债务对基建投资的传导尚需时日

2021 年，政府部门杠杆率共上升 1.2 个百分点，从 2020 年末的 45.6% 增长至 46.8%，四个季度的增幅分别为 -1.1 个、0.1 个、0.9 个和 1.3 个百分点。其中，中央政府杠杆率下降了 0.1 个百分点，从 2020 年末的 20.3% 降至 20.2%，四个季度的增幅分别为 -0.5 个、-0.4 个、0.3 个和 0.5 个百分点；地方政府杠杆率上升 1.3 个百分点，从 2020 年末的 25.3% 增至 26.6%，四个季度的增幅分别为 -0.6 个、0.5 个、0.6 个和 0.8 个百分点（见图 9）。上半年国债和地方债发行速度都较为缓慢，政府杠杆率有一定幅度下降，但下半年政府债券的发行速度加快，其中地方政府债务增速仍然快于中央政府，债务规模有更大幅度的上升。全年看，国债的增长低于预期，地方债增长略超预期。



Reinhart 和 Rogoff (2010) 通过对所选定 20 个发达国家 1946—2009 年长达 50 年的经验观察,发现一旦公共债务超过 GDP 的 90%,平均实际 GDP 增速会从 3% 下降到 2%。对于发展中国家来说,这一规律同样成立,当公共杠杆率超过 90%,其实际 GDP 增速平均下降 2 个百分点。

2020 年新冠肺炎疫情以来,全球主要经济体都经历了一波政府杠杆率显著攀升的过程,但中国政府部门杠杆率涨幅远低于发达国家水平。截止 2021 年三季度末,美、英、日、德政府部门杠杆率相比 2019 年末分别上涨 20.9 个、18.0 个、18.4 个和 11.3 个百分点,全部发达国家平均上升 18.9 个百分点,而中国政府杠杆率仅上升 7.0 个百分点,远低于其他国家,也低于发展中国家政府杠杆率 10.0 个百分点的平均增幅。相较于主要发达经济体的“大水漫灌”,我国宏观经济政策相对克制,突出了跨周期调节与稳增长和防风险的动态平衡,这是值得称道的。考虑到“三重压力”下的经济下行风险,此前的克制也为未来的政策扩张留出了空间。

1. 新增国债规模低于预期

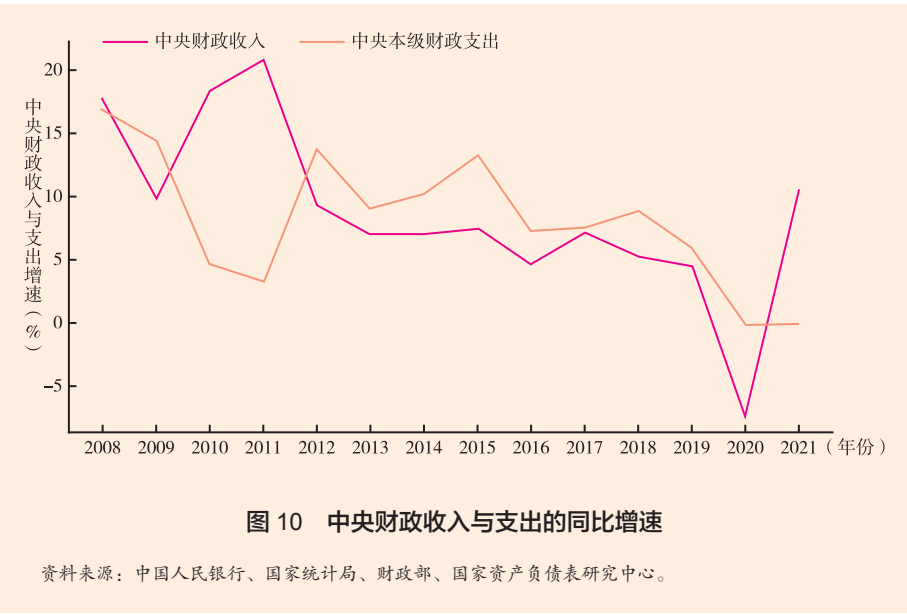
2021 年中央政府预算赤字为 2.75 万亿元,约占 GDP 的 2.4%。相比 2020 年之前新增国债限额一般低于 GDP 的 2%,2020 年和 2021 年占比分别为 3.7% 和 2.4%,显示出为应对疫情政府积极的财政立场。但 2021 年实际新增国债为 2.24 万亿元,占 GDP 的 2.0%,增幅低于预期。

新增国债需求低于预期的一个主要原因是中央财政的收入增速超出预期。2021 年,中央财政收入与支出的预算规模分别为 8.9 万亿和 3.5 万亿,较 2020 年分别增长 8.1% 和 -0.1% (见图 10)。但实际收入增速达到 10.5%,支出增速为 -0.1%,与预算保持一致。收入超出预期,导致中央财政收支缺口缩小,降低了中央政府的债务融资需求。

国库现金充裕进一步降低了中央政府债务融资的需求。2021 年末政府财政存款 5.1 万亿,占 GDP 的 4.4%; 机关事业单位存款 31.2 万亿,占 GDP 的 27.2%。政府财政存款余额较高,尤其是 2020 年大规模的债务发行充实了中央财政资金,使得 2021 年新增国债低于预期。

2. 地方债增长集中在下半年，基建投资的效果尚未显现

2021 年全年地方政府债务限额为 33.3 万亿元，其中一般债务限额 15.1 万亿元，专项债务限额 18.2 万亿元。2021 年末全国地方政府债务余额 30.5 万亿元，在债务限额之内。其中，一般债务 13.8 万亿元，专项债务 16.7 万亿元。但从新增额度来看，地方政府全年新增限额为 4.47 万亿元，实际新增 4.8 万亿元，超过新增债务限额。



地方专项债主要是用于基建领域的投资。专项债券资金约五成投向交通基础设施、市政和产业园区基础设施领域；约三成投向保障性安居工程以及卫生健康、教育、养老、文化旅游等社会事业；约两成投向农林水利、能源、城乡冷链物流等，对扩大有效投资、促进经济平稳运行发挥了重要作用。上半年地方政府专项债发行进度极为缓慢，增幅不到 1.2 万亿元，仅完成全年限额的 32%，下半年尤其是四季度地方政府加快专项债的发行进度，超额完成全年限额。但由于大部分专项债都集中在下半年发行，债务资金对当年基建投资的拉动作用较小。2022 年地方政府专项债资金将集中在九个领域：交通基础设施、

能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程。这些方向的投资对于稳基建进而稳增长具有至关重要的作用。

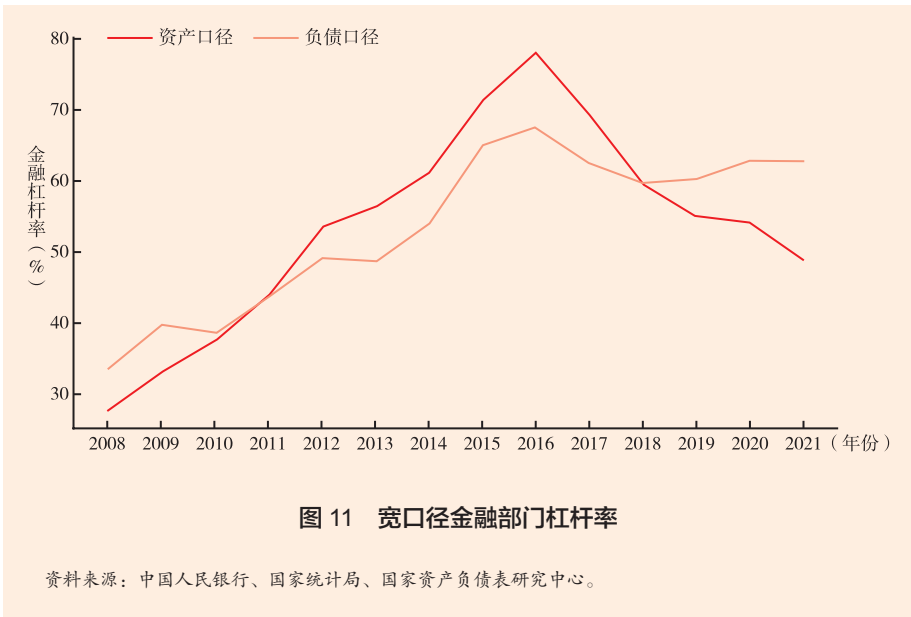
3. 地方政府隐性债务持续清理

2015年新《预算法》实施后，中央政府不再承认任何地方政府隐性债务，2018年地方政府债务置换完成，理论上讲地方政府不再存在法律意义上的隐性债务。但事实上，这一问题仍然存在，并通过PPP、政府投资基金、政府购买服务等形式以更为隐蔽的形式呈现。2018年8月，《中共中央办公厅 国务院办公厅关于印发〈地方政府隐性债务问责办法〉的通知》（中办发〔2018〕46号），要求再一次在全国范围内开展隐性债务的摸底统计，并要求继续遏制隐性债务的增长。

2018年之后，地方政府隐性债务增长的势头基本得到控制，地方政府也在积极稳妥地化解隐性债务，各类传统与地方政府隐性债务相关的金融工具规模大幅下降。投向于基础产业的信托余额从2017年末超过3万亿元下降到当前的1.9万亿元，券商资管、资金子公司中投向融资平台及基础产业的规模也在不断下降。此外，国务院和财政部坚持强化对地方政府债务监管的力度。国务院办公厅在2021年4月份发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，提出“健全地方政府依法适度举债机制”“防范化解地方政府隐性债务风险”“防范化解财政运行风险隐患”。广东、上海、北京三地启动“全域无隐性债务试点”，并提出依法依规全面处理隐性债务。长效监管机制的建立，有利于部分地方政府顺利实现隐性债务“清零”，最终全面化解地方隐性债务风险。

（五）金融部门杠杆率继续下降

金融部门杠杆率是从银行的角度统计金融机构间同业资产和负债的规模，主要考察的是金融行业内部的信贷链条。2021年，资产口径统计的金融杠杆率下降5.3个百分点，从2020年末的54.2%降至48.9%；负债口径统计的金融杠杆率保持不变，维持在62.7%（见图11）。



影响金融杠杆率走势最重要的因素是经济周期，大量实证研究表明金融杠杆率具有明显的顺周期性。Nuño 和 Thomas（2017）总结了金融机构微观杠杆率的四个特征：（1）对于金融机构资产负债表的周期性贡献中，债务比股权的作用更大；（2）金融机构债务、股权和总资产的波动性都要大于 GDP 波动性；（3）金融机构的债务与股权呈现负相关；（4）杠杆率与金融机构总资产及 GDP 全部正相关。这四个特征都指向了金融杠杆率的顺周期性。

从资产口径核算的金融杠杆率下降幅度大于从负债口径核算的金融杠杆率，说明商业银行借出资金规模大于借入资金的规模，是净借出的状态，反映的是非银行金融机构的资金需求更强。2011—2016 年，影子银行规模快速扩张，大量商业银行资金流向影子银行，导致资产口径测算的金融杠杆率显著高于负债口径测算结果。2018 年，资管新规出台，资管行业开始回归本源，通道业务规模持续收缩，也因此资产口径测算的金融部门杠杆率下降幅度超过负债口径测算水平。2018—2021 年，影子银行规模压降合计超过 20 万亿元。2021 年，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票三项表外融资净减少 2.67

万亿元，同比多减 1.35 万亿元。这部分表外信用的下降，除了受资管新规强监管约束的影响外，还主要受两方面影响：一是央行不断创新信用直达政策工具，促进银行信贷直达，而不必再绕道影子银行；二是对地方政府隐性债务的严格限制，不再允许影子银行向地方政府提供隐性贷款。总体来看，大量表外融资回归表内，增强了金融体系的稳定性。

从 2020 年三季度开始，央行着手退出非常规的应急式宽松政策，银行间回购利率上升，之后一年多时间维持基本稳定，仅在 2021 年一季度出现轻微波动。国债收益率和企业债收益率稳中有降，但信用利差有所扩大。整体上看，近两年来央行实施了稳健的货币政策，更为强调对实体经济的融资支持。

三、宏观杠杆率展望及相关政策建议

（一）宏观杠杆率或将步入上行周期

2021 年经济增长最为困难的时期是三季度，煤价上涨、拉闸限电、政府债务发行受限等一系列因素拖累经济增长。这些因素在四季度已经有所缓解，GDP 环比增速恢复到 1.6%。预计 2022 年仍将持续这一经济恢复的态势，企业投资增速也将提升。央行加大稳健货币政策实施力度，2021 年 12 月和 2022 年 1 月央行两次下调中期借贷便利（MLF）利率，LPR 也随之下行。我们预计 2022 年名义经济增速将从 12.8% 回落至 10% 左右，债务增速将从 10% 上升至 12% 左右，宏观杠杆率将由当前的 263.8% 上升至 269% 左右，全年上升 5 个百分点。分部门来看，居民部门杠杆率仍将保持上升的趋势，但上升幅度相比过去两年的平均水平将有所下降；非金融企业部门杠杆率稳中有降，结构性去杠杆将继续稳步推进；政府部门杠杆率也会提高，全年上升 2~3 个百分点。

2021 年 12 月 8 日，中央经济工作会议指出，目前“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，提出 2022 年经济工作要“稳字当头、稳中求进”，继续做好“六稳”“六保”工作。经济工作重心进一步倾向“稳增长”，势必会导致债务增速回升。从“十四五”甚至更长一段时期来看，

受全球格局加速演变、国内结构转型、人口老龄化等因素影响，增速换挡仍将持续。我国宏观杠杆率或将步入上行周期，而影响杠杆率走势的关键因素无疑是经济增长。

（二）要坚持“稳字当头、稳中求进”

虽然 2021 年去杠杆取得显著成效，但面对外部形势更趋复杂严峻，国内经济下行压力进一步加大。“稳增长”当务之急是尽快恢复市场需求、减弱供给冲击、提振市场主体信心。分部门来看，可以从以下几方面着手。

其一，居民部门仍然是稳定经济增长的重要力量。对居民的信贷支持应着力于普惠金融发展，满足居民必要的消费信贷，继续发展个人经营性贷款。目前小微企业及个体工商户中有很大一部分资金是通过个人经营性贷款得到满足的，金融部门主动让利，降低这部分普惠金融的贷款成本有利于激发市场主体的活力，稳定就业。

其二，非金融企业部门重点在于提高债务的效率，培育新动能。与全球主要国家相比，我国企业部门杠杆率已处于最高水平，继续加杠杆的空间不大。我们要做的并不是再对企业进行低效的过度借债来刺激经济增长，而是优化企业的债务结构，将更多的信贷资源配置到效率更高的企业及创新驱动发展的行业中去，重点支持先进制造业和现代服务业。非金融企业部门的部分债务来自地方政府融资平台，这是特殊时期的产物。要严格剥离这部分地方政府隐性债务，将财政还于财政，让市场回归市场。要把融资平台转型为主业清晰的地方国有企业，彻底剥离为地方政府融资的职能。张晓晶等（2019）认为国有企业的优惠政策、地方政府的发展责任与软预算约束、金融机构的体制性偏好以及中央政府的最后兜底是中国非金融企业部门债务高企的根本原因。保持非金融企业部门杠杆率的稳定，本质上需要发挥市场的决定性作用，包括破除政府兜底幻觉、强化国企与地方政府的预算约束、确立信贷资源配置的竞争中立原则、完善退出机制。同时还要继续降低融资利率，降低企业的财务成本，提振企业的信心。

其三，政府部门要主动出击，更为积极。在继续清理地方政府隐性债务

的同时，仍要适度扩张财政赤字，用一般债代替专项债，增加地方政府在基建投资方面的支出。由于大量基建投资并没有可直接预期的盈利收入和现金流，只能靠公共财政资金的投入。用公共支出带动民间资本的投入，继续加强基础设施建设，这样不仅有利于直接增加总需求，带动当期的经济增长；同时还能增加全社会资本存量，为经济长期稳定增长奠定基础。

参考文献

张晓晶、刘学良、王佳：“债务高企、风险集聚与体制变革——对发展型政府的反思与超越”，《经济研究》2019年第6期。

Adelino, M., A. Shoar, and F. Severino, 2012, Credit Supply and House Price: Evidence from Mortgage Market Segmentation. NBER Working Paper, No.w17832.

Drehmann, M., and M. Juselius, 2014, Evaluating Early Warning Indicators of Banking Crises: Satisfying Policy Requirements. *International Journal of Forecasting*, 30(3): 759–780.

Fisher I., 1933, The Debt–Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*, 1(4): 337–357.

Igan, D., and P. Loungani, 2012, Global Housing Cycles. IMF Working Paper, Vol.12, No.2172.

Jordà, Ò., M. Schularick., and A. M. Taylor, 2016. The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises and Business Cycles. *Economic Policy*, 31(85): 107–152.

Mian, A., and A. Sufi, 2011, House Prices, Home Equity–based Borrowing, and The US Household Leverage Crisis. *American Economic Review*, 101(5): 2132–2156.

Nuño, G. and C. Thomas, 2017, Bank leverage Cycles. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 9(2): 32–72.

Reinhart, C. M., and K. S. Rogoff, 2010, Growth in a Time of Debt. *American Economic Review*, 100(2): 573–578.

（责任编辑：原 宏）

Financial Minds

Volume 7, No.2 March 2022

Abstracts

An Analysis of the Trend of China's Macro Leverage Ratio under the Triple Pressures

ZHANG Xiaojing (Institute of Finance & Banking, CASS, 100710)

LIU Lei (Institute of Economics, CASS, 100037)

Abstract: In 2021, the macro leverage ratio decreased to 263.8% from 270.1% at the end of 2020, achieving significant deleveraging. Given that the leverage ratio increased by 23.6 percentage points in 2020, it increased by 17.3 percentage points at the end of 2021 compared to that of 2019, and it is expected to take a long time for the leverage ratio to return to pre-Covid 19 levels. Compared with major developed economies' strong stimulus policies of that have an economy-wide impact, China's macroeconomic policies are relatively restrained, highlighting cross-cyclical adjustments and the dynamic balance between stable growth and risk prevention, and leaving room for future policies. Under the "triple pressures" of shrinking demand, disrupted supply and weakening expectations, the macro leverage ratio is expected to rise from the current 263.8% to around 269% at the end of 2022, an increase of 5 percentage points for the whole year. During the 14th Five-Year Plan period and beyond, the shift in growth rate will continue, and the focus on steady growth will lead to rising debt pressure. Therefore, we believe that China's macro leverage ratio is likely to enter an upward cycle, and the key factor affecting the trend of leverage ratio is economic growth.

Key words: Macro Leverage Ratio, Stable Growth, Risk Prevention

JEL: E4, E5